



**Researchstudie (Update)**

**USU Software AG**

**USU**

**Fortsetzung des dynamischen Wachstums im Q3 2016;  
Prognosen für 2016 und 2017 bekräftigt;  
Kursziel und Rating bestätigt**

**Kursziel: 23,50 €**

**Rating: KAUFEN**

**WICHTIGER HINWEIS:**

**Bitte beachten Sie den Disclaimer/Risikohinweis  
sowie die Offenlegung möglicher Interessenskonflikte nach §34b WpHG ab Seite 10**

## USU Software AG<sup>\*5a,6a,11</sup>

### KAUFEN

Kursziel: 23,50

aktueller Kurs: 20,75  
24.11.2016 / XETRA-  
Schlusskurs  
Währung: EUR

### Stammdaten:

ISIN: DE000A0BVU28  
WKN: A0BVU2  
Börsenkürzel: OSP2  
Aktienanzahl<sup>3</sup>: 10,524  
Marketcap<sup>3</sup>: 218,37  
EnterpriseValue<sup>3</sup>: 193,72  
<sup>3</sup> in Mio. / in Mio. EUR  
Freefloat: 34,7 %

Transparenzlevel:  
Prime Standard  
Marktsegment:  
Regulierter Markt  
Rechnungslegung:  
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:  
Dero Bank AG  
LBBW

### Analysten:

Cosmin Filker  
filker@gbc-ag.de

Felix Gode, CFA  
gode@gbc-ag.de

\* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 11

### Unternehmensprofil

Branche: Software

Fokus: Business Service Management/  
Knowledge Business

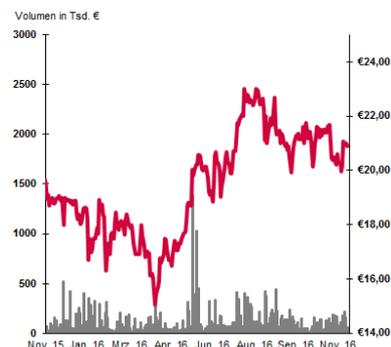
Mitarbeiter: 528 Stand: 30.09.2016

Gründung: 1977

Firmensitz: Möglingen

Vorstand: Bernhard Oberschmidt, Bernhard Böhler,  
Dr. Benjamin Strehl

Die USU-Gruppe ist der größte europäische Anbieter für IT- und Knowledge-Management-Software. Neben der 1977 gegründeten USU AG gehören auch die Tochtergesellschaften Aspera GmbH, Aspera Technologies Inc., BIG Social Media GmbH, LeuTek GmbH und OMEGA Software GmbH zu der im Prime Standard der Deutschen Börse notierten USU Software AG. Der Kompetenzbereich IT Management unterstützt dabei Unternehmen mit umfassenden ITIL®-konformen Lösungen für das strategische und operative IT- & Enterprise Servicemanagement. Kunden erhalten mit USU-Lösungen eine Gesamtsicht auf ihre IT-Prozesse sowie ihre IT-Infrastruktur und sind in der Lage, Services transparent zu planen, zu verrechnen, zu überwachen und aktiv zu steuern. Im Bereich Software-Lizenzmanagement gehört USU dabei zu den führenden Herstellern weltweit. Mit intelligenten Lösungen und ihrer Expertise im Kompetenzfeld Digital Interaction treibt USU die Digitalisierung von Geschäftsprozessen voran. Durch Standard-Software und Beratungsleistungen werden Service-Abläufe automatisiert und Wissen aktiv für alle Kommunikations-Kanäle und Kundenkontaktpunkte in Vertrieb, Marketing und Kundenservice bereitgestellt. Das Portfolio in diesem Bereich wird durch Systemintegration, individuelle Anwendungen und Software für Industrial Big Data komplettiert.



GuV in Mio. EUR \ GJ.-Ende	31.12.2015	31.12.2016e	31.12.2017e	31.12.2018e
Umsatz	66,09	74,02	85,13	97,89
EBITDA	9,88	10,92	13,53	15,44
EBIT	7,59	8,63	11,61	13,57
bereinigtes EBIT	8,79	10,17	12,78	14,69
Jahresüberschuss	8,38	7,75	10,43	12,23

### Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	0,80	0,74	0,99	1,16
Dividende je Aktie	0,35	0,35	0,45	0,50

### Kennzahlen

EV/Umsatz	2,93	2,62	2,28	1,98
EV/EBITDA	19,62	17,74	14,32	12,55
EV/EBIT	25,52	22,43	16,68	14,28
EV/bereinigtes EBIT	22,04	19,04	15,16	13,19
KGV	26,05	28,17	20,93	17,85
KBV	3,58			

### Finanztermine

07-08.12.16: 22. MKK  
29.03.17: Geschäftsbericht 2016

### \*\*letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating  
08.09.2016: RS / 23,50 / HALTEN  
30.05.2016: RS / 20,00 / KAUFEN  
14.04.2016: RS / 20,00 / KAUFEN  
23.11.2015: RS / 18,20 / HALTEN  
25.8.2015: RS / 18,20 / KAUFEN

\*\* oben aufgeführte Researchstudien können unter [www.gbc-ag.de](http://www.gbc-ag.de) eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

## EXECUTIVE SUMMARY

- Mit der operativen Entwicklung der ersten neun Monate 2016 liegt die USU-Gruppe voll im Plan. Dabei erzielte die Gesellschaft ein Umsatzwachstum in Höhe von 11,7 % auf einen neuen Rekordwert in Höhe von 51,39 Mio. € (VJ: 45,99 Mio. €) und war damit sogar in der Lage, das Wachstumstempo nochmals zu beschleunigen.
- Der wesentliche Faktor für diese Entwicklung war erneut das Produktgeschäft, mit einem absoluten Umsatzzanstieg in Höhe von 4,02 Mio. € bzw. 11,2 %. Hier profitierte die Gesellschaft insbesondere vom bereits umgesetzten nachhaltigen Ausbau des Wartungsgeschäftes sowie auch von einem weiteren Anstieg bei den Lizenzerlösen. Im Servicebereich hat sich, nach einer zwischenzeitlichen Schwächephase, die Erholungstendenz fortgesetzt. Hier war die USU-Gruppe in der Lage, mehrere Kleinaufträge zu gewinnen und damit insgesamt die Auslastungsquote zu steigern. Absolut gesehen kletterten die Service-Umsätze gegenüber dem Vorjahreswert um 1,32 Mio. € bzw. um 13,2 %.
- Das EBIT entwickelte sich mit einem Anstieg in Höhe von 11,5 % auf 4,41 Mio. € (VJ: 3,95 Mio. €) direkt proportional zum Umsatzzanstieg und damit blieb die EBIT-Marge in Höhe von 8,6 % konstant. Die USU Software AG kommuniziert zusätzlich auch ein um akquisitorische Sondereffekte bereinigtes EBIT, welches in den ersten neun Monaten 2016 gegenüber dem Umsatz leicht überproportional um 12,7 % auf 5,34 Mio. € (VJ: 4,74 Mio. €) zugelegt hat.
- Akquisitionen und damit anorganisches Wachstum sind ein wichtiger Bestandteil der Wachstumsstrategie der USU Software AG. Die Gesellschaft verfügt zum 30.09.2016 über einen umfangreichen Finanzmittelbestand in Höhe von 22,43 Mio. € und ist damit in der Lage, schnell auf sich bietende Gelegenheiten im M&A-Bereich zu reagieren. Gemäß Unternehmens-Guidance soll im kommenden Geschäftsjahr 2017 die Umsatzschwelle von 100,0 Mio. € überschritten werden, wobei hier ein anorganisches Umsatzwachstum in Höhe von 15,0 Mio. € unterstellt wird.
- Aufbauend auf der positiven Entwicklung der ersten neun Monate 2016 hat die USU Software AG die Prognosen für 2016 und 2017 nochmals bekräftigt. Weiterhin werden für 2016 konzernweite Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 71 - 75 Mio. € sowie ein Anstieg des bereinigten EBIT auf 9 - 10,5 Mio. € erwartet. Unter Einbezug eines anorganischen Umsatzwachstums in Höhe von ca. 15,0 Mio. € sollen in 2017 Umsätze über 100 Mio. € und eine bereinigte EBIT-Marge von 15,0 % erreicht werden. Da derzeit der anorganische Bestandteil der Prognose noch nicht konkret planbar ist, haben wir diesen in unseren ebenfalls unveränderten Prognosen nicht berücksichtigt.
- Auch wir haben die Prognosen unverändert gelassen und gehen für die kommenden Geschäftsjahre von einem jeweils zweistelligen Umsatzwachstum aus und rechnen mit einem sukzessiven Anstieg beim EBIT und beim bereinigten EBIT. Analog zur Unternehmens-Guidance unterstellen wir, als Basis für unser DCF-Bewertungsmodell, ab dem kommenden Geschäftsjahr 2017 eine bereinigte EBIT-Marge von 15,0 %. Aufgrund der unveränderten Prognosen bestätigen wir unser bisheriges Kursziel (siehe Researchstudie vom 08.09.16) von 23,50 € je Aktie. Seit unserer letzten Studie ist der Kurs der USU-Aktie leicht um 2,6 % gefallen. Derzeit ergibt sich ein Kurspotenzial in Höhe von 13,3 % und damit heben wir das Rating auf KAUFEN (bisher: HALTEN) an.

## INHALTSVERZEICHNIS

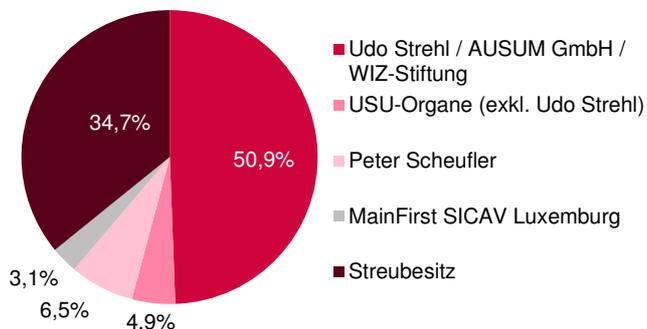
<b>Executive Summary .....</b>	<b>2</b>
<b>Unternehmen .....</b>	<b>4</b>
Aktionärsstruktur .....	4
Konsolidierungskreis .....	4
<b>Geschäftsentwicklung 9 Monate 2016 .....</b>	<b>5</b>
Umsatzentwicklung 9M 2016 .....	5
Ergebnisentwicklung 9M 2016 .....	6
Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2016 .....	8
<b>Prognose 2016 - 2018 .....</b>	<b>9</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>10</b>

## UNTERNEHMEN

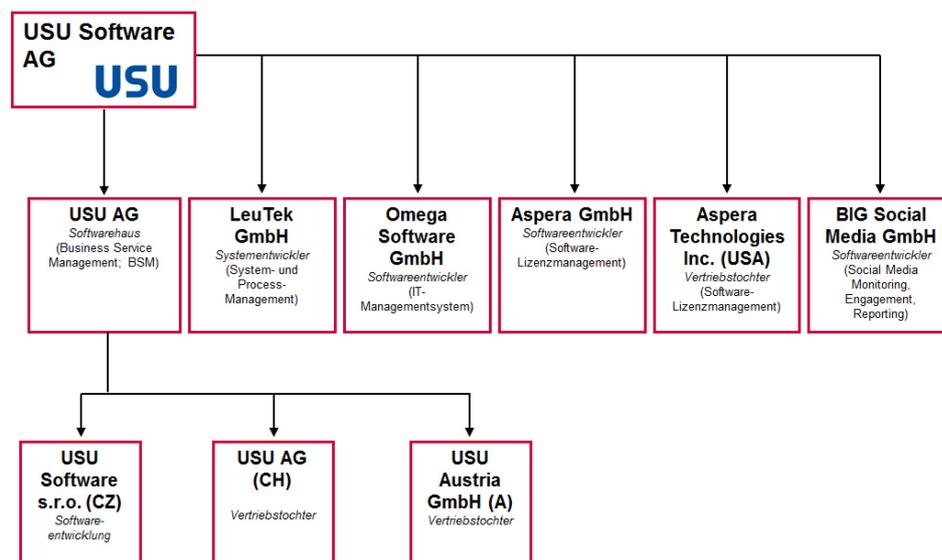
### Aktionärsstruktur

Anteilseigner	in %
Udo Strehl / AUSUM GmbH / WIZ-Stiftung	50,9%
USU-Organe (exkl. Udo Strehl)	4,9%
Peter Scheufler	6,5%
MainFirst SICAF Luxemburg	3,1%
Streubesitz	34,7%

Quelle: USU Software AG; GBC AG



### Konsolidierungskreis



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der Konsolidierungskreis der USU-Gruppe umfasst derzeit neun inländische und ausländische operativ tätige Tochtergesellschaften. Hier findet sich ein wichtiger Baustein der Unternehmensstrategie wieder. So sollen beispielsweise die Konzernaktivitäten zielgerichtet durch Unternehmensbeteiligungen und Zukäufe sukzessive ausgebaut werden. Mit den letzten drei Akquisitionen wurden der Lizenzmanagement-Spezialist Aspera GmbH (2010), die im Bereich des Social Media Management tätige BIG Social Media GmbH (2013) sowie der SAP-Lizenzmanagementspezialist SecurIntegration GmbH (2015) erworben und damit das Leistungsspektrum ausgebaut (mit der Aspera GmbH im Juli 2016 verschmolzen). Insbesondere die Aspera GmbH steuert einen wichtigen Beitrag zum konzernweiten Umsatz- und Ergebniswachstum bei.

## GESCHÄFTSENTWICKLUNG 9 MONATE 2016

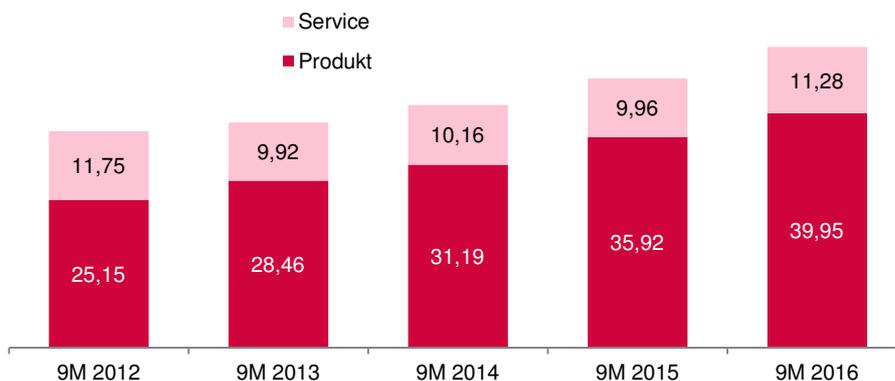
GuV in Mio. €	Q3 2015	Q3 2016	Δ Q3/Q3	9M 2015	9M 2016	Δ 9M/9M
Umsatzerlöse	16,06	17,36	+8,1%	45,99	51,39	+11,7%
davon Produkt	12,61	13,37	+6,1%	35,92	39,95	+11,2%
davon Service	3,54	3,94	+11,3%	9,96	11,28	+13,2%
EBITDA	2,04	2,41	+18,1%	5,58	6,31	+13,0%
<i>EBITDA-Marge</i>	<i>12,7%</i>	<i>13,9%</i>		<i>12,1%</i>	<i>12,3%</i>	
EBIT	1,49	1,81	+21,5%	3,95	4,41	+11,5%
<i>EBIT-Marge</i>	<i>9,3%</i>	<i>10,4%</i>		<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	
bereinigtes EBIT	1,84	2,01	+9,5%	4,74	5,34	+12,7%
<i>bereinigte EBIT-Marge</i>	<i>11,5%</i>	<i>11,6%</i>		<i>10,3%</i>	<i>10,4%</i>	
Periodenergebnis	2,00	1,66	-17,1%	4,38	3,92	-10,5%

Quelle: USU Software AG; GBC AG

### Umsatzentwicklung 9M 2016

Auch nach neun Monaten 2016 erzielte die USU-Gruppe mit 11,7 % ein zweistelliges Umsatzwachstum auf 51,39 Mio. € (VJ: 45,99 Mio. €) und konnte damit erwartungsgemäß erneut ein neues Rekordniveau markieren. In der Segmentbetrachtung wird der hohe Wachstumsbeitrag des „Produkt“-Segments ersichtlich, dessen Umsätze gegenüber dem Vorjahr um 4,02 Mio. € bzw. um 11,2 % zugelegt haben. Zwar weist das „Service“-Segment aufgrund des niedrigeren Basiseffektes mit 13,2 % eine höhere Umsatzdynamik auf, absolut gesehen kletterten die Umsätze hier um 1,32 Mio. €. Insgesamt liegen die Umsätze im Rahmen unserer Erwartungen und bilden damit eine gute Basis für unsere 2016er Prognosen eines Umsatzwachstums in Höhe von 12,0 %.

### Segmentbezogene Umsatzentwicklung (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

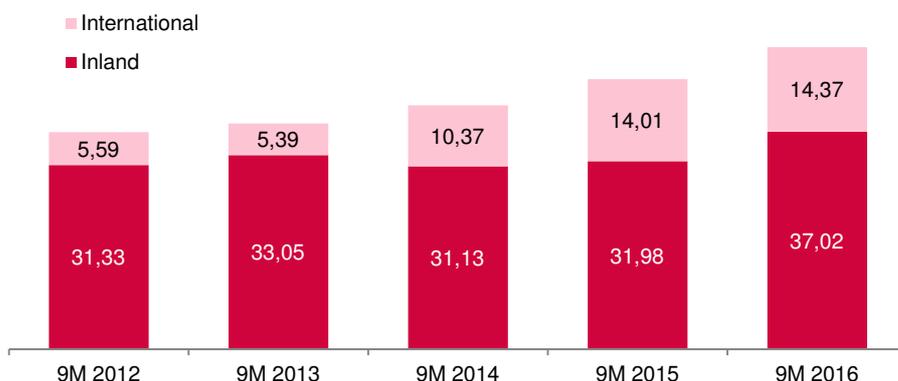
Positiv hervorzuheben ist der Umstand, wonach der Servicebereich, nach einer zwischenzeitlichen Schwächeperiode, wieder eine höhere Auslastungsquote aufweist und damit von Erholungstendenzen geprägt ist. Seit dem zweiten Quartal 2015 befindet sich dieser Bereich wieder auf Wachstumskurs, welcher sich in den kommenden Perioden fortsetzen dürfte.

Gewohnt stark präsentiert sich das Produktgeschäft, welches insbesondere vom nachhaltigen Ausbau des Wartungsgeschäftes profitierte. Neben den typischen Wartungsumsätzen sind hier die so genannten SaaS-Umsätze (Software-as-a-Service) enthalten. Dieses neue Abrechnungsmodell wird von den Kunden gut angenommen, wodurch sich

unserer Ansicht nach künftig eine stärkere Verstetigung bei den Liquiditätszuflüssen ergibt.

Entgegen dem bisherigen Trend wurde in den ersten neun Monaten 2016 der überwiegende Teil der Wachstumsdynamik im Inland erwirtschaftet. Während die in Deutschland abgerechneten Umsätze um 15,8 % zulegten, weisen die internationalen Umsätze mit einem Anstieg in Höhe von 2,5 % eine deutlich geringere Dynamik auf. Hierfür ist insbesondere eine durch Verschiebungseffekte bedingte, temporäre Umsatzschwäche im zweiten Quartal 2016 verantwortlich. Im dritten Quartal kehrten die ausländischen Umsätze mit einem Anstieg in Höhe von 20,0 % zur gewohnten Wachstumsdynamik zurück.

### Regionale Umsatzaufteilung (in Mio. €)

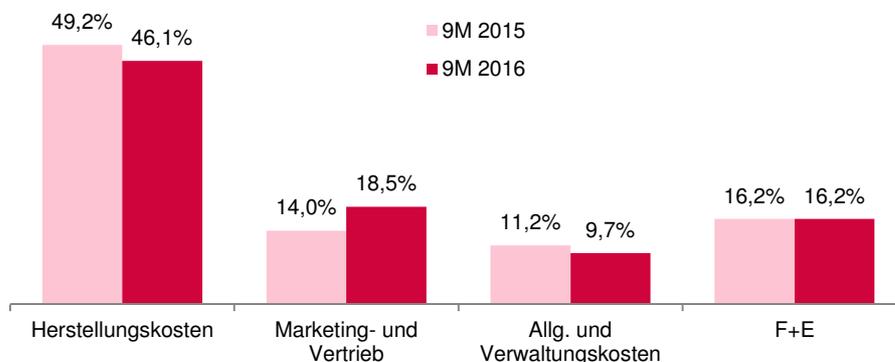


Quelle: USU Software AG; GBC AG

### Ergebnisentwicklung 9M 2016

Der 11,7%ige Umsatzanstieg findet sich direkt proportional in der Ergebnisentwicklung wieder. Das EBIT kletterte dabei in den ersten neun Monaten 2016 um 11,5 % auf 4,41 Mio. € (VJ: 3,95 Mio. €) und damit liegt eine konstante EBIT-Margenentwicklung in Höhe von 8,6 % vor. Heruntergebrochen auf einzelne Kostenpositionen wird eine unseres Erachtens nachhaltige Entwicklung ersichtlich, welche von einem Rückgang der direkt zurechenbaren Herstellkostenquote einerseits und von einem Anstieg der Marketing- und Vertriebskostenquote andererseits geprägt ist.

### Entwicklung der auf den Umsatz bezogenen Kostenquoten (in %)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

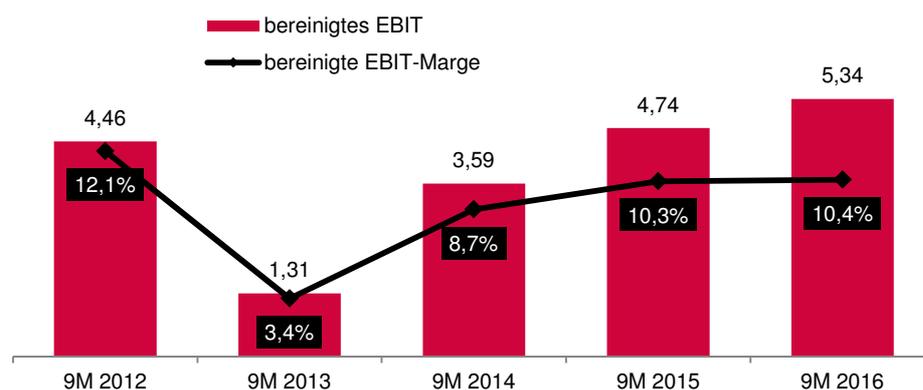
Der im Vergleich zum Umsatz nur unterproportionale Anstieg der Herstellkosten resultiert aus der zunehmenden Bedeutung des margenträchtigen Wartungsgeschäftes. Die Marketing- und Vertriebskosten enthalten Mehraufwendungen aus Partnerprovisionen im

Zusammenhang mit dem Ausbau des internationalen Geschäftes. Darüber hinaus war die USU-Gruppe besonders bei den allgemeinen Verwaltungsaufwendungen in der Lage, durch eine entsprechende Reduktion der Sachkosten, Skaleneffekte zu heben.

Demnach wird es klar, dass der im Vergleich zum Umsatz überproportionale Anstieg bei den Marketing- und Vertriebskosten vollständig vom nur unterproportionalen Anstieg der Herstellungskosten und der Verwaltungskosten aufgefangen wurde. Zukünftig dürfte die zunehmende Bedeutung hochmarginiger Umsätze sowie der allgemeine Anstieg des Umsatzniveaus auch im Vertriebsbereich Skaleneffekte ermöglichen.

In den operativen Kosten sind Aufwendungen im Zusammenhang mit den in der Vergangenheit getätigten Unternehmensakquisitionen enthalten. Um ein realistisches Bild der operativen Entwicklung zu ermöglichen, veröffentlicht die USU-Gruppe ein um akquisitorische Effekte (PPA-Abschreibungen, Stay-Out-Bonus, Kaufpreisanpassungen etc.) bereinigtes EBIT. Dieses kletterte in den ersten neun Monaten 2016 im Vergleich zum Umsatzanstieg leicht überproportional um 12,7 % auf 5,34 Mio. € (VJ: 4,74 Mio. €) und damit verbesserte sich die bereinigte EBIT-Marge marginal auf 10,4 % (VJ: 10,3 %):

#### Bereinigtes EBIT (in Mio. €) und bereinigte EBIT-Marge (in %)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Ausgehend vom EBIT sowie vom bereinigten EBIT weist die USU-Gruppe ein rückläufiges Periodenergebnis in Höhe von 3,92 Mio. € (VJ: 4,38 Mio. €) aus. Ein in erster Linie im Zusammenhang mit negativen Wechselkurseffekten rückläufiges Finanzergebnis in Höhe von 0,02 Mio. € (VJ: 0,23 Mio. €) sowie Steueraufwendungen in Höhe von 0,41 Mio. € (VJ: Steuerertrag in Höhe von 0,20 Mio. €) zeichnen dafür verantwortlich. Der Steuerertrag des Vorjahres ist ein akquisitionsbedingter Sondereffekt. Das um diese Effekte bereinigte Konzernergebnis auf Nachsteuerenebene lag, analog zur operativen Ergebnisentwicklung, mit 4,75 Mio. € (VJ: 4,41 Mio. €) oberhalb des Vorjahreswertes.

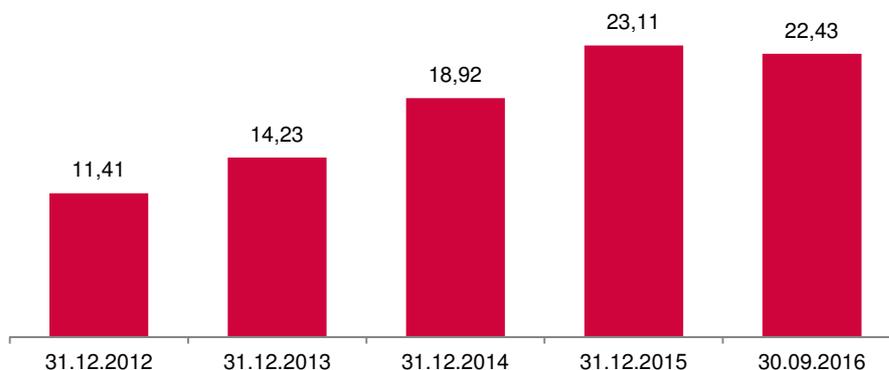
## Bilanzielle und finanzielle Situation zum 30.09.2016

in Mio. €	30.09.2015	31.12.2015	30.09.2016
Eigenkapital (EK-Quote in %)	56,80 (68,5%)	60,79 (68,2%)	61,06 (70,7%)
Operatives Anlagevermögen	46,04	45,09	44,11
Working Capital	-5,89	-8,68	-7,70
Liquide Mittel	16,42	23,11	22,43
Cashflow - operativ	4,92	12,15	4,22
Cashflow - Investition	-1,91	-4,90	-0,90
Cashflow - Finanzierung	-5,75	-6,38	-3,88

Quelle: USU Software AG; GBC AG

Das weiterhin solide Bilanzbild liefert eine sehr gute Basis für das anvisierte Unternehmenswachstum. Unverändert ist hierbei das Fehlen von jeglichen Bankverbindlichkeiten oder anderweitigen Finanzierungen zu erwähnen, wodurch sich bei einem Eigenkapital in Höhe von 61,06 Mio. € eine hohe EK-Quote von 70,7 % ergibt. Darüber hinaus ist die USU-Gruppe aufgrund des umfangreichen Finanzmittelbestandes in Höhe von 22,43 Mio. € in der Lage, schnell auf sich bietende Gelegenheiten im M&A-Bereich zu reagieren. Anorganisches Wachstum war in der Vergangenheit und ist weiterhin ein wichtiger Bestandteil der Wachstumsstrategie. Für das erwartete Erreichen der 100 Mio. €-Umsatzmarke im kommenden Geschäftsjahr 2017 ist, gemäß Unternehmensprognose, ein akquisitorisches Umsatzwachstum in Höhe von 15,0 Mio. € eingeplant.

### Entwicklung der kurzfristigen Liquidität inkl. Wertpapiere (in Mio. €)



Quelle: USU Software AG; GBC AG

Der Liquiditätsbestand ist in den vergangenen Geschäftsjahren, trotz erfolgter Akquisitionen (siehe Aspera und BIG Social Media) sowie einer ausschüttungsfreundlichen Dividendenpolitik, sukzessive angestiegen. Dies ist eine Folge des vergleichsweise hohen Liquiditätszuflusses aus dem operativen Geschäft. Auch in den ersten neun Monaten 2016 lag der operative Cashflow mit 4,22 Mio. € oberhalb des operativen Ergebnisses. Trotz der im Juni 2016 erfolgten Dividendenauszahlung in Höhe von 3,68 Mio. € sowie der in den ersten neun Monaten 2016 erfolgten Investitionsausgaben in Höhe von -0,90 Mio. € hatte sich der Liquiditätsbestand damit vergleichsweise konstant entwickelt.

## PROGNOSE 2016 - 2018

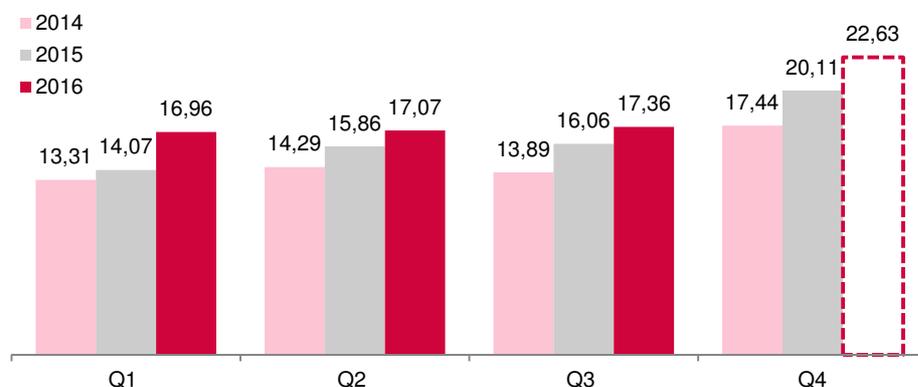
GuV (in Mio. €)	GJ 2015	GJ 2016e	GJ 2017e	GJ 2018e
Umsatzerlöse	66,09	74,02	85,13	97,89
EBIT	7,59	8,63	11,61	13,57
EBIT-Marge	11,5%	11,7%	13,6%	13,9%
bereinigtes EBIT	8,79	10,17	12,78	14,69
bereinigte EBIT-Marge	13,3%	13,7%	15,0%	15,0%
Jahresüberschuss	8,38	7,75	10,43	12,23
EPS in €	0,80	0,74	0,99	1,16

Quelle: GBC AG

Mit Veröffentlichung der 9-Monatszahlen 2016 hat die USU-Gruppe die zuvor kommunizierte Guidance für 2016 und 2017 nochmals bekräftigt. Weiterhin werden für 2016 konzernweite Umsatzerlöse in einer Bandbreite von 71 - 75 Mio. € sowie ein Anstieg des bereinigten EBIT auf 9 - 10,5 Mio. € erwartet. Unter Einbezug eines anorganischen Umsatzwachstums in Höhe von ca. 15,0 Mio. € sollen in 2017 Umsätze über 100 Mio. € und eine bereinigte EBIT-Marge von 15,0 % erreicht werden. Da derzeit der anorganische Bestandteil der Prognose noch nicht konkret planbar ist, haben wir diesen in unseren ebenfalls unveränderten Prognosen nicht berücksichtigt.

Typischerweise erzielt die USU-Gruppe im vierten Quartal eines Geschäftsjahres die unterjährig größten Umsatz- und Ergebnisbestandteile. Für das Erreichen unserer Schätzungen müsste die Gesellschaft Umsatzerlöse in Höhe von 22,63 Mio. € und ein bereinigtes EBIT in Höhe von 4,83 Mio. € erzielen, was unserer Ansicht nach eine realistische Annahme darstellt.

### Umsatzprognosen (in Mio. €)



Quelle: GBC AG

Die USU Software AG verfügt zum 30.09.2016 über einen Auftragsbestand (vertraglich vereinbarte Produkt- und Serviceumsätze für die kommenden 12 Monate) in Höhe von 40,89 Mio. € (30.09.15: 35,17 Mio. €), welcher damit um 16,3 % über dem Vorjahreswert liegt. Weiterhin rechnen wir mit einer überproportionalen Entwicklung im Produktbereich, welche auch von einer wieder steigenden Dynamik aus dem Ausland profitieren dürfte. Das Servicegeschäft hat unserer Ansicht nach die Rückkehr zum Wachstum erreicht und sollte weiterhin konstant wachsen.

Aufgrund der unveränderten Prognosen bestätigen wir unser bisheriges DCF-Bewertungsmodell (siehe Researchstudie vom 08.09.16) und damit gleichzeitig unser Kursziel von 23,50 € je Aktie. Als unveränderte Bewertungsbasis unterstellen wir, analog zur Unternehmensguidance, langfristig eine bereinigte EBIT-Marge in Höhe von 15,0 %.

## ANHANG

### **§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss**

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

### **Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:**

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer.htm>

### **Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV**

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

### **§ 2 (I) Aktualisierung:**

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

### **§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:**

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

**Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:**

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$ .
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$ .
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$ .

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

**§ 2 (III) Historische Empfehlungen:**

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung.htm>

**§ 2 (IV) Informationsbasis:**

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

**§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach §34b Abs. 1 WpHG und FinAnV:**

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des §34b WpHG nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

**Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,6a,11)**

**§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:**

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3 % der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Auftraggebers.
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.
- (10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

**§ 2 (V) 3. Compliance:**

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Susanne Klebl, Email: [klebl@gbc-ag.de](mailto:klebl@gbc-ag.de).

**§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:**

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz), Jörg Grunwald und Christoph Schnabel.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

**Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Finanzanalyst**  
**Felix Gode CFA, Dipl. Wirtschaftsjurist (FH), stellvertr. Chefanalyst**

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

**Jörg Grunwald, Vorstand**

**§ 3 Urheberrechte**

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG  
Halderstraße 27  
D 86150 Augsburg  
Tel.: 0821/24 11 33-0  
Fax.: 0821/24 11 33-30  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: [compliance@gbc-ag.de](mailto:compliance@gbc-ag.de)



**GBC AG<sup>®</sup>**  
**- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -**

GBC AG  
Halderstraße 27  
86150 Augsburg  
Internet: <http://www.gbc-ag.de>  
Fax: ++49 (0)821/241133-30  
Tel.: ++49 (0)821/241133-0  
Email: [office@gbc-ag.de](mailto:office@gbc-ag.de)